

University of Groningen

Beursintroducties tijdens de technologie-bubbel in Nederland

de Jong, Abe; Marra, Teye; Roosenboom, Peter

Published in:
Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie

IMPORTANT NOTE: You are advised to consult the publisher's version (publisher's PDF) if you wish to cite from it. Please check the document version below.

Document Version
Publisher's PDF, also known as Version of record

Publication date:
2014

[Link to publication in University of Groningen/UMCG research database](#)

Citation for published version (APA):

de Jong, A., Marra, T., & Roosenboom, P. (2014). Beursintroducties tijdens de technologie-bubbel in Nederland. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 88(9), 368-378.

Copyright

Other than for strictly personal use, it is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

The publication may also be distributed here under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license. More information can be found on the University of Groningen website: <https://www.rug.nl/library/open-access/self-archiving-pure/taverne-amendment>.

Take-down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Downloaded from the University of Groningen/UMCG research database (Pure): <http://www.rug.nl/research/portal>. For technical reasons the number of authors shown on this cover page is limited to 10 maximum.

Beursintroducties tijdens de technologie-bubbel in Nederland

Abe de Jong, Teye Marra en Peter Roosenboom

SAMENVATTING Waarom gaan ondernemingen naar de beurs? Op welke manier hebben nieuwe technologische ontwikkelingen invloed op de beursgang? Deze twee vragen worden beantwoord met behulp van een empirische analyse naar motieven voor een beursgang door Nederlandse ondernemingen in de periode 1994-2002. Onze resultaten tonen dat in de periode 1997-1999 significant meer ondernemingen en voornamelijk technologie-ondernemingen naar de beurs gingen. Deze periode kenmerkt zich door een technologie-bubbel. De waardering van beursgenoteerde ondernemingen in de eigen bedrijfstak blijkt ook een sterk motief voor de beursgang. Onder de technologie-ondernemingen waren beursgangers kleiner en jonger dan ondernemingen die niet naar de beurs gingen en speelde de waardering van beursgenoteerde ondernemingen in de eigen bedrijfstak geen rol.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK De beursgang wordt gezien als een belangrijke stap in de ontwikkeling van ondernemingen, maar deze stap is niet altijd weloverwogen. De auteurs tonen aan dat naast generieke redenen de beursgang ook het resultaat kan zijn van opportunistische overwegingen, zoals de waardering van ondernemingen uit dezelfde bedrijfstak en de waardering van beursgenoteerde ondernemingen in het algemeen. In ieder geval zouden beleggers en toezichhouders weet moeten hebben van deze motieven.

1 Inleiding

Het besluit van ondernemingen om naar de beurs te gaan is een belangrijke stap voor alle betrokkenen bij de onderneming. Als gevolg van de beursgang verandert de onderneming in veel opzichten, doordat zowel de governance-structuur als de financieringsstructuur door de beursintroductie wordt aangepast (zie Von Eije, De Witte & Van der Zwaan, 2000 en 2004). Ondernemingen gaan ook vaak naar de beurs juist voor of na een periode van sterke groei, waardoor de reële activiteiten ook een belangrijke rol spelen bij de beslissing om al dan niet naar de beurs te gaan. In dit artikel worden de redenen voor een beursgang onderzocht voor Nederlandse ondernemingen in de periode 1994-2002.

In Nederland was in de periode net voor de eeuwwisseling sprake van een hype in technologie-ondernemin-

gen. In het bijzonder ondernemingen met activiteiten op het gebied van digitale techniek, zoals internet, stonden in grote belangstelling van beleggers en de media. In deze sector ontstonden in hoog tempo nieuwe ondernemingen, die hun kwaliteiten nog niet hadden bewezen, maar die wel een groot potentieel werden toegedicht. Met name de periode 1997-1999 geldt als een internet-bubbelperiode. Onze studie beschrijft de beursgang van Nederlandse ondernemingen in deze periode, maar ook drie jaren voor en na deze episode. In het bijzonder wordt in de analyse een onderscheid gemaakt tussen technologie (ICT) ondernemingen en andere ondernemingen.

Hoewel al heel veel empirisch onderzoek naar beursintroducties is uitgevoerd, zijn studies naar de motieven voor de beursgang schaars. De reden hiervoor is dat voor dit onderzoek informatie vereist is van ondernemingen die werkelijk naar de beurs gaan en tevens van ondernemingen die wel toegelaten kunnen worden, maar er voor kiezen hun private status te behouden. Van deze laatste groep is het in veel landen moeilijk om bruikbare data te verzamelen (Ritter & Welch, 2002).

Een pionierstudie is Pagano et al. (1998), waarin een set van 5350 Italiaanse ondernemingen die toelaatbaar waren aan de aandelenbeurs van Milaan en 60 daadwerkelijke introducties worden geanalyseerd. De resultaten tonen dat de hoge marktwaarden in de bedrijfstak en de grootte van de onderneming belangrijke redenen voor een beursintroductie vormen. In een aantal latere internationale studies zijn vergelijkbare onderzoeken beschreven: Fisher (2000) en Boehmer en Ljungqvist (2004) voor Duitsland, Rosen et al. (2005) en Chemmanur et al. (2010) voor de Verenigde Staten en De Jong et al. (2012) voor het Verenigd Koninkrijk. Dit artikel draagt bij aan deze literatuur door de resultaten voor de Nederlandse vermogensmarkt te beschrijven.

In dit artikel beschrijven wij de resultaten van een onderzoek waarin 51 ondernemingen, die in de periode 1994-2002 in Nederland voor de eerste keer een notering aan de Amsterdamse beurs kregen, worden vergeleken met ruim 7500 observaties van ondernemingen die wel aan de noteringsvereisten voldeden, maar in de-

zelfde periode niet naar de beurs gingen. Met een regressiemodel beschrijven wij de verschillen tussen deze twee groepen ondernemingen, zodat we de statistische en economische significantie van de verschillen tussen deze groepen kunnen vaststellen. Omdat de periode wordt gekarakteriseerd door de beursgang van een relatief groot aantal ondernemingen met nieuwe technologieën, voeren wij de analyses ook apart uit voor ICT-ondernemingen en overige ondernemingen. Op deze manier kunnen wij verschillen tussen de motieven voor de beursgang van ICT-ondernemingen en niet-ICT-ondernemingen beschrijven.

In het vervolg van dit artikel geven wij eerst een overzicht van de theoretische en empirische literatuur (paragraaf 2). Vervolgens beschrijven wij de Nederlandse institutionele kenmerken voor de periode 1994-2002 in paragraaf 3. De opzet van de empirische studie en de resultaten worden in de paragrafen 4 en 5 beschreven. Wij eindigen met conclusies in paragraaf 6.

2 Motieven voor de beursgang

In de literatuur over beursintroducties is een aantal theoretische bijdragen relevant, maar zijn ook diverse eerdere empirische studies beschikbaar. Deze empirische studies hebben een opzet die vergelijkbaar is met onze bijdrage. In tabel 1 wordt een overzicht gegeven van de belangrijkste empirische studies over de beursgang.

Het overzicht in tabel 1 toont dat er relatief weinig empirische studies zijn verschenen, en dat tot nu toe (voor zover ons bekend) Italië, Duitsland, de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk zijn onderzocht. De onderzoeksperiodes lopen van de jaren 1970 tot meer recente datum. Over het algemeen bevatten de studies een groot aantal ondernemingen zonder beursgang in vergelijking met het aandeel van de beursgangers. Het is belangrijk op te merken dat Fisher (2000) zich alleen richt op technologie-ondernemingen, Rosen et al. (2005) banken bestudeert en Chemmanur et al. (2010) alleen productieondernemingen in de steekproef heeft. Hiermee verschillen de bestaande studies van onze analyse. Een uitzondering is een niet-gepubliceerde bijdrage van Fisher (2000) voor Duitse technologie-ondernemingen. De motieven voor de beursgang zijn tevens door middel van enquête-studies onderzocht (zie Brau & Fawcett, 2006; de resultaten van deze studie zullen wij niet verder beschrijven).

In de bestaande analyses kan een aantal groepen van determinanten worden onderscheiden, te weten: (1) de groei en (levenscyclus-)ontwikkeling van de onderneming; (2) het 'timen' van de vermogensmarkt; en (3) concurrentieoverwegingen. Wij zullen deze groepen achtereenvolgens beschrijven.

2.1 Nieuw vermogen voor investeringen en de levenscyclus van ondernemingen

Ondernemingen die veel investeren en in een fase van

Tabel 1 Belangrijkste empirische artikelen over de determinanten van een beursgang

Artikel	Onderzoeksperiode	Land	Aantal beursgang/niet-beursgang ondernemingen	Significante variabelen (positief of negatief verband met kans op beursgang)
Pagano, Panetta & Zingales (1998)	1982-1992	Italië	69/12391 (ondernemingsjaren) Alle ondernemingen, behalve financiële ondernemingen en nutsbedrijven	Omzet (+); Investerings (+); Groei (+); Winstgevendheid (+); Bedrijfstak marktwaarde-boekwaarde (+)
Fisher (2000)	1997-1999	Duitsland	189/661 (ondernemingen) ICT-ondernemingen	Investerings (+); Groei (+); Winstgevendheid (+); R&D-intensiteit (+); Immateriële activa (+)
Rosen, Smart & Zutter (2005)	1981-2002	VS	140/234 (ondernemingen) Banken	Omvang (+); Groei (+); Winstgevendheid (+); Schulden (+); Leeftijd (-)
Boemher & Ljungqvist (2004)	1984-1995	Duitsland	207/123 (ondernemingen) beursgangkandidaten	Groei (+); Winstmarge (+); Aandelenrendementen in de bedrijfstak (+); Macro-economische condities (+); Familie-eigendom aandelen (-); Recente activiteit beursintroducties (-)
Chemmanur, He & Nandy (2010)	1972-2000	VS	2578/918445 (ondernemingsjaren) Productie-ondernemingen	Totale factor productiviteit (+); Marktaandeel (+); High-tech bedrijfstak (+); Kapitaal intensiteit van de bedrijfstak (+); Concurrentie in de bedrijfstak (-); Volatiliteit van kasstromen in de bedrijfstak (+); Omvang (+); Groei (+); Kapitaalintensiteit (+); Toegang tot private financiering (+)
DeJong, Huijgen, Marra & Roosenboom (2012)	1994-2006	VK	337/192514 (ondernemingsjaren) Alle ondernemingen behalve financiële ondernemingen en nutsbedrijven	Investerings (+); Groei (+); Omvang (+); Leeftijd (-); Schulden (+); Bedrijfstak marktwaarde-boekwaarde (-); Aandelenrendementen in de bedrijfstak (+); Winstgevendheid (-); Winstmarge in de bedrijfstak (+); Kapitaalintensiteit in de bedrijfstak (-); Herfindahl-index (+); Marktaandeel (+); Aandelenbezit direct betrokkenen bij ondernemingsleiding (+/-)

sterke groei zitten, hebben behoefte aan vermogen om deze groei te financieren. Naast intern gegenereerde middelen en vreemd vermogen, is het vergroten van het aandelenkapitaal een mogelijke bron voor de nieuwe investeringen. Hiermee zijn groei en investeringen belangrijke potentiële determinanten van de beursgang. Maar niet iedere groeiende onderneming kan de publieke vermogensmarkt betreden. Er gelden formele vereisten zoals de grootte, de leeftijd, de juridische vorm en het trackrecord van een onderneming. Een publieke aanbieding van vermogenstitels moet tevens economisch interessant zijn ten opzichte van een privaat alternatief (Ritter, 1987). De grootte van de vermogensvraag moet dusdanig zijn dat de hogere directe kosten van publieke financiering ten opzichte van private financiering worden goedge maakt. Zo worden publieke emissies begeleid door zakenbanken en vereisen publieke emissies het publiceren van een prospectus en het betalen van noteringskosten. Publieke vermogensmarkten stellen doorgaans minimumeisen aangaande de grootte en de leeftijd van de onderneming en de omvang van de emissie. Evenzo worden er eisen aan de leeftijd van een onderneming gesteld. De formele, door beursautoriteiten gestelde eisen worden overigens niet altijd even streng toegepast.

Naast reglementaire redenen zijn er ook economische redenen die maken dat jonge ondernemingen minder snel publiek vermogen zullen aantrekken. Jonge ondernemingen hebben een kortere staat van dienst en zijn daarom minder bekend bij beleggers. Om die reden zijn adverse selectiekosten een serieuzere component van publieke financieringskosten (Chemmanur & Fulghieri, 1999).

Als gevolg van de lagere schaalvoordelen en de hogere adverse selectiekosten, is het voor de hand liggend dat jonge ondernemingen pas op latere leeftijd, wanneer ze groot en bekend genoeg zijn, naar de beurs gaan. Gezien bovenstaande zijn huidige en toekomstige investeringen (groei), alsook omvang en leeftijd belangrijke determinanten van de beursgang. Dit wordt bevestigd door eerdere empirische studies (zie tabel 1). Ook de winstgevendheid kan een belangrijke determinant zijn. Pagano et al. (1998) betogen dat deze relatie complex is. Aan de ene kant eisen beurzen normaliter dat ondernemingen een track record van gerapporteerde winsten hebben en vinden potentiële investeerders winstgevende ondernemingen interessante beleggingen. Anderzijds hebben winstgevende ondernemingen de mogelijkheid om interne financieringsbronnen te gebruiken door minder dividenden uit te keren. Het is om deze redenen lastig om een eenduidige hypothese te stellen met betrekking tot de winstgevendheid van een onderneming.

De schulden van een onderneming kunnen ook van invloed zijn op de beursgang, omdat ondernemingen

nieuw eigen vermogen aantrekken om de vermogensstructuur te verbeteren indien veel vreemd vermogen aanwezig is (Modigliani & Miller, 1963 en Myers & Majluf, 1984).

2.2 Timing van de vermogensmarkt

Naast overwegingen die gerelateerd zijn aan de kenmerken van een onderneming kan de beursgang ook uitgelokt worden door aantrekkelijke marktomstandigheden (Loughran & Ritter, 1995), zogenaamde “windows of opportunity”. Dit zijn perioden waarin aandelen in het algemeen of aandelen van ondernemingen uit bepaalde bedrijfstakken hoger worden gewaardeerd dan in andere perioden. Ook Lucas & McDonald (1990), Choe et al. (1993), Subrahmanyam & Titman (1999), en Ritter & Welch (2002) presenteren theorieën die stellen dat managers de beslissing om publiek te gaan baseren op hun perceptie van de mate waarin beleggers aandelen overwaarderen.

2.3 Concurrentieoverwegingen

Concurrentie-gerelateerde overwegingen zijn een derde categorie van omstandigheden die van invloed zijn op een beursgang. Maksimovich en Pichler (2001) hebben een theorie ontwikkeld die de beursgang voornamelijk verklaart op grond van product-markt-overwegingen. Een beursgang biedt een onderneming de mogelijkheid om een eigen ontwikkelde technologie eerder in de markt te zetten dan haar concurrenten.

Chod & Lyandres (2011) voorspellen ook dat concurrentie in de productmarkt eerder zal leiden tot een beursgang. Hun theorie is gebaseerd op de mogelijkheid om risico's beter te kunnen spreiden op een publieke vermogensmarkt. Naarmate risico's beter kunnen worden gespreid, zal de geëiste vergoeding voor het beschikbaar stellen van vermogen lager zijn. Een beursgang stelt publieke ondernemingen dan in staat om een meer agressieve en meer risicovolle bedrijfsstrategie te volgen dan haar privaat gefinancierde concurrenten. Een beursgang kan aldus tot een groter marktaandeel en hogere bedrijfsopbrengsten leiden.

Een beursgang brengt hogere indirecte kosten met zich mee ten opzichte van private financiering. Eerder zijn al de mogelijk hogere directe kosten van een beursgang genoemd. Campbell (1979), Bhattacharya en Ritter (1983), Marra en Suijs (2004), en Bayer en Chemmanur (2012) noemen het verhoogde risico van het lekken van bedrijfsgevoelige informatie naar concurrenten als een belangrijke indirecte kostenpost van publieke financiering. Een beursgang leidt tot meer publieke verslaggeving vanwege regelgeving en de wens van de onderneming om zich bekend te maken aan zo veel mogelijk potentiële beleggers. De verhoogde openheid maakt het lastiger concurrentiegevoelige informatie af te schermen. Een beursgang is dan minder waarschijnlijk naarmate een onderneming meer belang heeft bij het

afschermen van concurrentiegevoelige informatie. In een meer competitieve omgeving zal een onderneming meer belang hebben bij het afschermen van concurrentiegevoelige informatie.

3 De beursgang in Nederland in de periode 1994-2002

Deze paragraaf beschrijft de situatie van de publieke Nederlandse vermogensmarkt en de institutionele regelingen in de periode rond de millenniumwisseling. In 1994 bestond de Amsterdamse effectenbeurs uit een officieel handelsplatform, de Officiële Markt. De formele noteringsvereisten waren toen: (i) boekwaarde van het eigen vermogen boven 10 miljoen gulden (ongeveer €4,5 miljoen), (ii) minimaal vijf jaar financiële verslagen, en (iii) positieve winsten in minstens drie van de voorgaande vijf boekjaren. De laatste twee vereisten werden minder strikt toegepast dan het eerste vereiste. Zo konden ondernemingen met een kortere en minder winstgevende historie dan gesteld toch een notering krijgen onder ietwat strengere voorwaarden (zoals een strengere lock-up regeling).

In navolging van andere aandelenbeurzen werd er in 1997 een tweede handelsplatform ingesteld waarop jongere en kleinere ondernemingen uit met name de ICT-bedrijfstak, een toentertijd snel groeiende bedrijfstak, aandelen konden emitteren, de NMAX. Deze beurs werd later EURO.NM Amsterdam genoemd. De noteringsvereisten van de NMAX waren minder stringent dan die van de Officiële Markt. De minimaal vereiste boekwaarde van het aandelenvermogen was bijvoorbeeld gesteld op 2 miljoen gulden (ongeveer 0,9 miljoen euro). Als gevolg van een aantal minder succesvolle beursintroductions zijn de noteringsvereisten voor de NMAX in latere jaren aangescherpt. In 1999 golden de volgende formele vereisten: een boekwaarde van het eigen vermogen van minstens €5 miljoen en een bedrijfshistorie van minstens drie jaar. Daarnaast werd een aantal aanvullende eisen gesteld met betrekking tot, onder andere, het aantal verhandelbare aandelen en nieuw te plaatsen aandelen.

De verslaggevingsstandaarden voor beursgenoteerde ondernemingen in de periode van ons onderzoek waken nagenoeg niet af van die voor niet-genoteerde ondernemingen. De wet (BW titel 9 boek 2) en regelgeving (Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving) maakten in die periode alleen onderscheid naar ondernemingsgrootte. Alle onderzochte ondernemingen moesten voldoen aan dezelfde formele verslaggevingseisen en alle financiële overzichten zijn door controlerend accountants geverifieerd. De Nederlandse effectenwetgeving en de Amsterdamse effectenbeurs stellen wel extra verslaggevingseisen aan genoteerde ondernemingen, zoals halfjaarlijkse verslagen. Een onderneming die publiek aandelen aanbiedt, dient een prospectus te publiceren. In het prospectus moet meer gedetailleerde

informatie worden vermeld dan in jaarverslagen. Zo moet er meer informatie worden vrijgegeven over segmenten, nieuwe producten, R&D-activiteiten en belangrijke nog niet afgeronde investeringsprojecten. Naast de aanvullende regelgeving door de Amsterdamse effectenbeurs speelt ook mee dat beleggers in publieke aandelen een grotere vraag naar publieke informatie hebben en meer aan navorsing van publieke informatie doen.

4 Opzet van het onderzoek

4.1 Databronnen en steekproef

De data voor dit onderzoek zijn betrokken van het databestand *Review and Analysis of Companies in Holland* (REACH). REACH bevat gedetailleerde financiële informatie voor de ongeveer 250.000 grootste Nederlandse ondernemingen. REACH is een onderdeel van het databestand ORBIS. In het onderzoek onderscheiden we drie groepen van ondernemingen. De eerste groep bestaat uit de ondernemingen die in de periode 1994-2002 naar de beurs zijn gegaan. De tweede groep bestaat uit ondernemingen die voldeden aan de formele toelatingseisen van de Amsterdamse effectenbeurs in de periode 1994-2002, maar niet naar de beurs zijn gegaan. De derde groep bestaat uit de 5000 grootste ondernemingen in ieder jaar van de onderzoeksperiode.

Van de 78 ondernemingen die in de periode 1994-2002 naar een van de markten van de Amsterdamse effectenbeurs (Officiële Markt of NMAX) zijn gegaan, zijn 27 ondernemingen uitgesloten van dit onderzoek. Drie van de uitgesloten ondernemingen zijn financiële instellingen die vanwege de specifieke opzet van de jaarrekening niet vergeleken kunnen worden met niet-financiële instellingen. Een groep van 16 ondernemingen is uitgesloten omdat zij al op een eerder moment publiek zijn gegaan op een buitenlandse effectenbeurs of tegelijkertijd met de Nederlandse beursgang een buitenlandse beursgang uitvoerden. Vier ondernemingen zijn uitgesloten omdat het een joint-venture of afsplitsing van een reeds genoteerde onderneming betrof en vier ondernemingen zijn uitgesloten vanwege een gebrek aan informatie. De uiteindelijke steekproef betreft derhalve 51 beursgangers.

De groep van ondernemingen die naar de beurs hadden kunnen gaan zijn geselecteerd op grond van een van de formele noteringsvereisten van de Amsterdamse effectenbeurs in de periode 1994-2002. Vanwege wijzigingen in de noteringseisen van de beurs in de onderzoeksperiode en de door de beursautoriteiten betrachtte soepelheid in de handhaving van deze eisen is de steekproef gebaseerd op maar één criterium: een minimum boekwaarde van het eigen vermogen van 2,5 miljoen euro. In navolging van Pagano et al. (1998)

hebben wij een soepel selectiecriterium gebruikt om te voorkomen dat we potentiële beursgangers zouden missen in onze analyse. De minimumeis is wel weer zo hoog dat we daarmee voorkomen dat we ondernemingen met onvoldedige of minder betrouwbare data zouden selecteren.

Het door ons gestelde criterium voor selectie van de groep ondernemingen die in de periode 1994-2002 naar de beurs hadden kunnen gaan maar dat niet deden, hebben wij in ieder jaar van de onderzoeksperiode toegepast. Daardoor kan een onderneming vaker dan een keer in deze steekproef voorkomen. De steekproef van potentiële beursgangers bestaat uit 7542 ondernemingsjaren.

De in dit onderzoek geschatte maatstaven voor de mate van concurrentie in de verschillende bedrijfstakken is gebaseerd op een steekproef van de 5000 grootste Nederlandse ondernemingen in ieder jaar van de onderzoeksperiode. Daardoor kunnen ondernemingen, net als in de steekproef van potentiële beursgangers, vaker dan een keer voorkomen in deze steekproef. Het totaal aantal observaties in deze steekproef bestaat uit 20296 ondernemingsjaren.

4.2 Definities van de variabelen en hypothesen

Deze paragraaf beschrijft de in deze studie gebruikte variabelen en hypothesen. Tabel 2 presenteert alle variabelen en hun definities alsook de databronnen.

Snel groeiende ondernemingen en ondernemingen die veel investeren hebben een grote vermogensbehoefte en zullen daarom eerder publiek eigen vermogen aantrekken. Als maatstaf voor investeringen gebruiken we de ratio investeringsuitgaven ten opzichte van materiële vaste activa (INVEST). Groei meten we als de verandering in de netto-omzet over de periode van een jaar (GROEI). Beide variabelen worden afgekapt op 1 om te voorkomen dat (kleine) ondernemingen met extreme investeringsuitgaven of groei de resultaten teveel beïnvloeden. Wij gebruiken als maatstaf voor winstgevendheid het rendement op het totale vermogen gemeten als het bedrijfsresultaat (EBIT) gedeeld door de totale activa (RTV). Zoals in paragraaf 2 besproken is de relatie tussen winstgevendheid en de kans op een beursgang niet eenduidig.

Naarmate de vermogensbehoefte van een onderneming groter is, zullen de vaste kosten van een beursnotering een minder grote rol spelen in de beslissing om wel of niet naar de beurs te gaan. Ook liquiditeits- en diversificatieoverwegingen hangen samen met de grootte van het op de beurs geplaatste vermogen (Chemmanur & Fulghieri, 1999). Grote ondernemingen zullen daarom eerder naar de beurs gaan om hun investeringen te financieren. We gebruiken de natuurlijke logaritme van de netto-omzet als maatstaf van ondernemingsgrootte (OMZET). Jonge ondernemingen kunnen vanwege hun onbekendheid meer problemen en daardoor ho-

Tabel 2 Definities van de variabelen

Variabele	Beschrijving	Bron
INVEST	Investeringsuitgaven gedeeld door totale materiële vaste activa.	REACH, prospectus
GROEI	Verandering van de netto-omzet in een jaar.	REACH, prospectus
RTV	EBIT gedeeld door totale activa.	REACH, prospectus
OMZET	Natuurlijke logaritme van de netto-omzet.	REACH, prospectus
LEEFTIJD	Natuurlijke logaritme van het verschil tussen het jaar van observatie en het jaar van oprichting van de onderneming.	REACH, prospectus
SCHULD	Boekwaarde van de lange- en kortetermijnschulden gedeeld door totale activa.	REACH, prospectus
BTM	Mediaan van de ratio's boekwaarde/marktwaarde van het eigen vermogen van op de Amsterdamse effectenbeurs genoteerde ondernemingen in een zelfde bedrijfstak.	REACH, prospectus
PERIODE	Indicator variabele met een waarde van 1 als de beursgang plaatsvond in de periode 1997-1999 en anders 0.	prospectus
MARKTAANDEEL	Het marktaandeel van een onderneming is berekend als de netto-omzet van de onderneming gedeeld door de som van de netto-omzetten van alle ondernemingen in dezelfde bedrijfstak (voor zover onderdeel van de steekproef).	REACH
HERF	Herfindahl-index: de som van de gekwadeerde marktaandelen van alle ondernemingen in een bedrijfstak (voor zover onderdeel van de steekproef).	REACH
INDMARGE	Winstmarge in de bedrijfstak: gemiddelde winstmarge van alle ondernemingen in een bedrijfstak gewogen naar marktaandeel (de 5% laagste en hoogste winstmarges in een bedrijfstak zijn niet meegenomen in deze berekening).	REACH
Bedrijfstakken zijn gedefinieerd op 2-cijferig BIK-niveau en ondernemingen zijn toegewezen aan de bedrijfstak waarin ze het grootste deel van de netto-omzet behaalden. Alle variabelen zijn gecorrigeerd voor extreme observaties door de laagste (hoogste) 1% van de waarden gelijk te stellen aan de hoogste (laagste) waarde in dat percentiel.		

gere kosten hebben om de waarde van hun onderneming te communiceren aan publieke beleggers. De leeftijd van de onderneming meten we als de natuurlijke logaritme van de leeftijd van de onderneming (LEEF-TIJD).

Naarmate een onderneming een groter deel van haar activiteiten met vreemd vermogen heeft gefinancierd, is er een grotere prikkel om eigen vermogen aan te trekken om de financieringsstructuur te herschikken. Als maatstaf van de mate van schuldfinanciering gebruiken we de schuldratio, gedefinieerd als de boekwaarde van het kort en lang vreemd vermogen gedeeld door de totale activa (SCHULD).

Een beursgang kan ook worden verklaard uit de wens om te profiteren van een tijdelijke door de onderneming gepercipieerde overwaardering van aandelen. Volgens Pagano et al. (1998) is dit een van de voornaamste motieven voor een beursgang van Italiaanse ondernemingen. In navolging van Pagano et al. (1998) gebruiken wij de mediaan van de ratio's boekwaarde/marktwaarde van het eigen vermogen van alle op de Amsterdamse effectenbeurs genoteerde ondernemingen in een zelfde bedrijfstak als maatstaf voor periodieke overwaardering in een bedrijfstak (BTM). Ook gebruiken wij een periode-dummy om te controleren voor algehele overwaardering van beursfondsen in bepaalde perioden. Wij beschouwen de periode 1997-1999 als een periode waarin de markt voor beursintroductions "oververhit" was. Deze periode bevat alle jaren waarin het gemiddelde aantal introductions boven het gemiddelde aantal introductions in de gehele onderzoeksperiode ligt (PERIODE).

Concurrentie tussen ondernemingen en de positie van een onderneming in de bedrijfstak kunnen ook verband hebben met de kans dat een onderneming naar de beurs gaat. Net als met winstgevendheid is de relatie tussen concurrentie en een beursgang niet eenduidig (zie paragraaf 2). Als maatstaven voor concurrentie in de bedrijfstak gebruiken wij marktaandeel van een onderneming, Herfindahl-index, en de gemiddelde winstmarge in de bedrijfstak. Het marktaandeel (MARKTAANDEEL) van een onderneming meten wij als de netto-omzet van de onderneming gedeeld door de som van de netto-omzetten van alle ondernemingen in dezelfde bedrijfstak (voor zover onderdeel van de steekproef). Bedrijfstakken zijn gedefinieerd op tweecijferig BIK, een bedrijfstakindeling van de Kamers van Koophandel in Nederland. Een groter marktaandeel representeert in beginsel een grotere invloed van de onderneming in de desbetreffende bedrijfstak. De invloed in een bedrijfstak wordt ook bepaald door de verdeling van marktaandelen in een bedrijfstak. Indien de marktaandelen van alle ondernemingen ongeveer gelijk zijn, zal er in beginsel meer onderlinge rivaliteit zijn dan wanneer er slechts een paar grote ondernemingen in een bedrijfstak actief zijn. De concentratie van

marktaandelen in een bedrijfstak meten we met behulp van de Herfindahl-index. De Herfindahl-index is gedefinieerd als de som van de gekwadrateerde marktaandelen van alle ondernemingen in een bedrijfstak (HERF). Het verschil tussen de prijs die een onderneming kan vragen voor haar producten of diensten en de kostprijs daarvan (de marge) is ook een maatstaf van concurrentie. Wij schatten de marge van een onderneming als het bedrijfsresultaat gedeeld door de netto-omzet. Naarmate ondernemingen in een bedrijfstak een hogere marge kunnen genereren, is de concurrentie in die bedrijfstak lager. Om rekening te houden met verschillen in de marktaandelen van ondernemingen, bepalen wij de gemiddelde marge in een bedrijfstak als een op basis van marktaandeel gewogen gemiddelde marge (INDMARGE).

5 Resultaten

In de volgende twee sub-paragrafen presenteren wij de beschrijvende statistieken van onze steekproef en de resultaten van de regressieanalyses.

5.1 Beschrijvende statistieken en univariate resultaten

De beschrijvende statistieken van onze steekproef presenteren we in tabel 3. In deze tabel staan ook de resultaten van een univariate analyse van de invloed van de verschillende in deze studie gebruikte variabelen op de beursgang. Alle variabelen zijn een jaar vertraagd behalve LEEFTIJD en PERIODE. De statistieken voor de beursgang-ondernemingen zijn gebaseerd op de 51 beursgangers uit onze steekproef. De beschrijvende statistieken voor de potentiële beursgang-ondernemingen zijn gebaseerd op alle ondernemingsjaren waarvoor geldt dat het aandelenvermogen van een onderneming tenminste 2,5 miljoen euro groot was (en de onderneming in dat jaar niet beursgenoteerd was). Een onderneming kan daarom vaker voorkomen in de steekproef van potentiële beursgangers. Voor alle variabelen zijn de uiterste waarden gelijk gesteld aan de hoogste waarde in het eerste percentiel en de laagste waarde in het hoogste percentiel ("winsorizing" op 1% van de staarten van de verdeling).

Uit tabel 3 blijkt dat ondernemingen die in de periode 1994-2002 een eerste notering op de Amsterdamse effectenbeurs realiseerden hogere investeringsuitgaven, groei cijfers en winsten hadden in het jaar voor de beursgang dan ondernemingen die in dezelfde periode naar de beurs hadden kunnen gaan maar dat niet deden. De beursgangers waren ook kleiner en jonger en ze kwamen uit bedrijfstakken met een hogere mediane markt-/boekwaarderatio van het eigen vermogen (de boek-/marktwaarde, BTM, is lager) en een hogere gewogen winstmarge.

De Herfindahl-index is hoger in bedrijfstakken waar beursgaande ondernemingen actief zijn. Beursintroductions lijken dus vaker voor te komen in bedrijfstakken

Tabel 3 Beschrijvende statistieken van de steekproef van beursgang-ondernemingen en potentiële beursgang-ondernemingen

Variabelen	Gemiddelde		Verschil- toets	Mediaan		Verschil- toets	Standaarddeviatie	
	Beursgang	Geen BG		Beursgang	Geen BG		Beursgang	Geen BG
Alle ondernemingen (N=7.593)								
INVEST	0,51	0,21	(6,83)***	0,57	0,17	(6,84)***	0,31	0,18
GROEI	0,52	0,11	(6,68)***	0,36	0,07	(7,02)***	0,44	0,23
RTV	0,23	0,14	(3,99)***	0,23	0,13	(4,06)***	0,16	0,09
OMZET	11,00	11,50	(-2,45)**	10,49	11,23	(-6,61)***	1,42	1,16
LEEFTIJD	2,33	3,21	(-7,10)***	2,20	3,26	(-6,29)***	0,88	0,91
SCHULD	0,63	0,65	(-0,67)	0,66	0,67	(-0,48)	0,20	0,17
BTM	0,27	0,59	(-11,79)***	0,19	0,57	(-8,30)***	0,19	0,30
PERIODE	0,71	0,39	(4,87)***	1	0	(4,59)***	0,46	0,49
MARKTAANDEEL	0,01	0,01	(-0,35)	0,00	0,00	(-0,34)	0,03	0,03
HERF	0,13	0,11	(1,67)	0,12	0,06	(4,06)***	0,07	0,14
INDMARGE	0,07	0,05	(5,27)***	0,08	0,05	(4,99)***	0,03	0,03
Niet-ICT ondernemingen (N = 7.353)								
INVEST	0,43	0,21	(3,30)***	0,31	0,17	(2,99)***	0,32	0,18
GROEI	0,50	0,10	(3,71)***	0,25	0,07	(3,59)***	0,51	0,22
RTV	0,19	0,14	(1,91)*	0,17	0,13	(2,62)***	0,13	0,09
OMZET	11,46	11,49	(-0,07)	11,02	11,23	(-1,07)***	1,68	1,15
LEEFTIJD	2,63	3,22	(-2,64)**	2,40	3,26	(-3,01)***	1,08	0,91
SCHULD	0,62	0,65	(-0,72)	0,66	0,67	(-0,40)	0,21	0,17
BTM	0,41	0,60	(-5,27)***	0,41	0,57	(-3,53)***	0,18	0,30
PERIODE	0,57	0,39	(1,64)	1	0	(1,70)*	0,51	0,49
MARKTAANDEEL	0,02	0,01	(-0,66)	0,00	0,00	(0,34)	0,04	0,03
HERF	0,11	0,10	(0,05)	0,09	0,06	(1,64)	0,07	0,13
INDMARGE	0,07	0,05	(2,90)***	0,06	0,05	(2,72)***	0,03	0,03
ICT ondernemingen (N = 240)								
INVEST	0,58	0,34	(4,12)***	0,65	0,30	(4,51)***	0,29	0,24
GROEI	0,53	0,19	(4,53)***	0,43	0,11	(4,83)***	0,38	0,30
RTV	0,26	0,17	(2,54)**	0,28	0,15	(2,70)***	0,17	0,12
OMZET	10,61	11,82	(-5,50)**	9,92	11,48	(-4,83)***	1,05	1,40
LEEFTIJD	2,09	2,92	(-6,58)***	2,20	3,04	(-4,69)***	0,59	0,86
SCHULD	0,63	0,57	(1,66)	0,66	0,57	(2,00)**	0,20	0,18
BTM	0,16	0,31	(-5,22)***	0,10	0,29	(-4,22)***	0,13	0,21
PERIODE	0,82	0,41	(5,01)***	1	0	(4,09)***	0,39	0,49
MARKTAANDEEL	0,01	0,03	(-6,11)***	0,00	0,01	(-4,27)***	0,01	0,06
HERF	0,14	0,28	(-6,10)***	0,17	0,17	(-2,09)**	0,07	0,27
INDMARGE	0,08	0,08	(0,14)	0,09	0,08	(0,79)	0,03	0,03
*** ** * geeft respectievelijk aan dat $p < 0.01$, $p < 0.05$ en $p < 0.1$ (tweeziidige toets).								

***, **, * geeft respectievelijk aan dat $p < 0,01$, $p < 0,05$ en $p < 0,1$ (tweezijdige toets).

waarin minder strijd om marktaandeel wordt geleverd. Het verschil in de Herfindahl-index tussen beursgang-ondernemingen en potentiële beursgang-ondernemingen is alleen significant voor de mediane waarden van

deze variabele. De vaststelling dat beursgangers relatief meer actief zijn in meer geconcentreerde bedrijfstakken komt overeen met het resultaat dat deze ondernemingen ook relatief meer actief zijn in bedrijfstakken met

een gemiddeld hogere marge en dat deze ondernemingen een hogere winst rapporteren. De schuldratio en het marktaandeel van een onderneming verschillen niet significant tussen de beide typen ondernemingen.

Het resultaat dat beursintroductions worden gedaan door kleine ondernemingen stemt niet overeen met andere, vergelijkbare studies waarin deze ondernemingen juist groter zijn dan de potentiële beursgangers. Ons resultaat reflecteert waarschijnlijk de opkomst van de ICT-bedrijfstak in Nederland in de late jaren negentig van de vorige eeuw. Toentertijd zijn de noteringseisen met betrekking tot de grootte van ondernemingen verlaagd, door de creatie van de NMAX, om vooral de vanuit beleggingsoogpunt aantrekkelijke maar jonge en

kleine ICT-ondernemingen een mogelijkheid te bieden publiek aandelenvermogen aan te trekken. Om deze reden maken we in tabel 3 ook een onderscheid tussen ICT-ondernemingen en andere ondernemingen, op basis van de SIC bedrijfstakcodes als in Loughran en Ritter (2004). We gebruiken SIC-codes die zijn ontleend aan een versie van het databestand (REACH) uit 2002, het laatste jaar van de onderzoeksperiode, en voor ondernemingen waarvoor deze data niet beschikbaar zijn SIC-codes uit een meer recente versie van het databestand (2013).¹ Het is opvallend dat van de 240 ICT-observaties 28 een beursgang betreffen, terwijl we bij de andere bedrijfstakken 23 beursintroductions bij 7353 observaties vinden.

Tabel 4 De determinanten van de beslissing om naar de beurs te gaan

Variabelen	Model 1 alle ond.	Model 2 alle ond.	Model 3 alle ond.	Model 4 alle ond.	Model 5 ICT-ond.	Model 6 Niet-ICT
$INVEST_{it-1}$	3,65*** (5,24)	2,77*** (4,17)	2,78*** (4,16)	2,29*** (3,15)	1,44* (1,87)	2,90*** (3,20)
$GROEI_{it-1}$	0,03*** (6,27)	0,02*** (5,39)	0,02*** (5,58)	0,02*** (4,67)	0,01 (0,81)	0,03*** (5,14)
RTV_{it-1}	3,66*** (2,96)	2,47** (1,99)	2,67** (2,10)	2,47* (1,70)	2,09 (1,11)	1,67 (0,93)
$OMZET_{it-1}$	-0,52** (-2,03)	-0,44* (-1,92)	-0,38 (-1,52)	-0,36 (-1,31)	-0,97* (-1,85)	-0,13 (-0,50)
$LEEFTIJD_{it}$	-0,83*** (-3,98)	-0,68*** (-3,23)	-0,70*** (-3,19)	-0,63** (-2,57)	-1,36*** (-3,22)	-0,54* (-1,66)
$SCHULD_{it-1}$	-0,63 (-0,70)	-0,65 (-0,66)	-0,60 (-0,59)	-0,23 (-0,19)	1,68 (1,06)	-1,60 (-1,38)
BTM_{it-1}	- (-5,28)	-5,19*** (-5,28)	-5,34*** (-5,08)	-3,07*** (-3,04)	-1,42 (-0,69)	-3,58*** (-3,30)
$PERIODE_t$	- (2,22)	0,74** (2,22)	0,67** (2,02)	0,66* (1,88)	1,43** (2,19)	0,39 (0,88)
$HERF_{jt-1}$	- (-2,43)	- (-2,43)	-2,92** (-2,43)	-2,78* (-1,96)	-1,40 (-0,73)	-3,75** (-2,34)
$MARKTAANDEEL_{it-1}$	- (-0,11)	- (-0,11)	-0,84 (-0,11)	-2,54 (-0,31)	-11,96 (-0,64)	5,38 (0,72)
$INDMARGE_{jt-1}$	- (0,82)	- (0,82)	4,38 (0,82)	4,62 (0,78)	-13,96 (-1,38)	9,61 (1,61)
ICT_{jt-1}	- (3,54)	- (3,54)	- (3,54)	1,75*** (3,54)	- (3,54)	- (3,54)
CONSTANTE	1,01 (0,34)	2,09 (0,74)	1,63 (0,56)	1,22 (0,45)	10,78* (1,65)	-2,19 (-0,73)
$pseudo R^2$	0,31	0,39	0,40	0,43	0,46	0,25
N	7.593	7.593	7.593	7.593	240	7.353

***, **, * geeft respectievelijk aan dat $p < 0,01$, $p < 0,05$ en $p < 0,1$ (tweezijdige toets). Het subscript i is voor ondernemingen, j is voor bedrijfstakken en t is voor jaren.

5.2 Multivariate testen

Tabel 4 presenteert de resultaten van de multivariate testen. De multivariate testen bestaan uit een set van logistische regressies. Een logistische regressie verklaart een dichotome uitkomst (wel of niet naar de beurs in ons onderzoek) op basis van een of meerdere variabelen. Onze steekproefselectie resulteert in meerdere observaties van dezelfde onderneming in meerdere jaren zolang de onderneming voldoet aan het selectiecriteria van een minimale boekwaarde van het eigen vermogen. Beursgang-ondernemingen worden uit de steekproef verwijderd na het jaar van de beursgang. Als gevolg van de selectiemethode kunnen potentiële beursgang-ondernemingen de resultaten sterker beïnvloeden dan gewenst. Wij corrigeren voor deze ongewenste invloed door de schattingen in de statistische analyse van een en dezelfde onderneming (maar voor verschillende jaren) te clusteren. Clustering resulteert in meer robuuste statistische resultaten. Onze steekproef van 7593 observaties die wij bij de multivariate testen gebruiken bestaat uit 2114 clusters van ondernemingsjaren. Ieder cluster heeft betrekking op jaarobservaties van een en dezelfde onderneming.

In tabel 4 worden zes verschillende multivariate modellen gepresenteerd. Model 1 laat de resultaten zien van een regressie van levenscyclus-gerelateerde variabelen op de kans dat een onderneming naar de beurs gaat. Alle variabelen, behalve schuldfinanciering, hangen samen met de kans dat een onderneming naar de beurs gaat. De kans op een beursgang neemt toe naarmate investeringsuitgaven, omzetgroei en het rendement op totaal vermogen toenemen en naarmate ondernemingsgrootte en leeftijd afnemen. Groeiende ondernemingen en ondernemingen met hoge investeringsuitgaven zullen eerder naar de beurs gaan om hun groei te financieren. In Paragraaf 2.2 hebben we gesteld dat winstgevendheid zowel een positieve als een negatieve invloed kan hebben op de kans van een beursgang. In ons onderzoek domineert de positieve invloed. Het opvallende resultaat dat ondernemingsgrootte een negatieve invloed heeft op de kans dat een onderneming naar de beurs gaat, blijkt ook uit de multivariate analyse. Dit is een opvallend resultaat omdat het contrasteert met de resultaten van eerdere studies (Pagano e.a., 1998; Rydqvist & Högholm, 1995). De mate van schuldfinanciering, gemeten door de schuldratio, heeft geen significante invloed op de kans dat een onderneming naar de beurs gaat. Pagano e.a. (1998) en Rydqvist en Högholm (1995) vinden voor hun respectievelijke steekproeven dat ondernemingen met relatief veel schuldvermogen eerder naar de beurs gaan. Volgens deze auteurs zouden vooral Europese ondernemingen eerder privaat vreemd vermogen gebruiken ter financiering van de groei en pas daarna publiek eigen vermogen aantrekken om de vermogenspositie te normaliseren. Dat verklaart tevens dat ondernemin-

gen groter en ouder zijn als ze uiteindelijk de stap naar een openbare effectenbeurs maken. Onze resultaten ondersteunen deze bewering niet.

In model 2 worden de timing-variabelen toegevoegd aan de levenscyclusvariabelen, waaruit blijkt dat de ondernemingen uit een bedrijfstak met een hoge markt-/boekwaarde van het eigen vermogen (lage BTM) eerder naar de beurs gaan. Dit resultaat impliceert dat ondernemingen de beursgang timen in een periode waarin de aandelen in hun bedrijfstak mogelijk overgewaardeerd worden. Dit resultaat wordt ook door Pagano et al. (1998) gevonden voor hun steekproef van Italiaanse ondernemingen. Ook de dummy-variabele die een periode met veel beursintroductions representeert is significant positief, maar met een minder sterk effect dan de bedrijfstakoverwaardering.

In model 3 wordt de invloed van concurrentie op de beslissing om naar de beurs te gaan gemeten. Concurrentie heeft veel facetten waarvan wij er drie meten: marktaandeel, Herfindahl-index en marge in de bedrijfstak. Van deze drie variabelen hangt alleen de Herfindahl-index significant samen met de kans dat een onderneming naar de beurs gaat. Ondernemingen uit geconcentreerde bedrijfstakken gaan minder snel naar de aandelenbeurs. Dit resultaat strookt niet met bijvoorbeeld De Jong et al. (2012) die een positief verband vinden tussen concentratie in de bedrijfstak en de waarschijnlijkheid van een beursgang. Onze resultaten duiden erop dat ondernemingen uit meer competitieve bedrijfstakken eerder publiek gaan. De kosten die verband houden met de grotere kans om vertrouwelijke informatie te lekken wanneer een onderneming zich in het publieke financieringsdomein begeeft, zijn kennelijk niet zo hoog dat ze de voordelen van het uitbreiden van ondernemingsactiviteiten door publieke financiering overtreffen. Merk op dat behalve OMZET, alle andere variabelen die in model 2 significant waren dat in model 3 ook zijn, waaronder RTV, een variabele die gerelateerd is aan concurrentie.

Model 4 laat zien of de beslissing om naar de beurs te gaan verschilt tussen ondernemingen uit de sector internet- en communicatietechnologie ten opzichte van andere bedrijfstakken. Omdat een relatief groot deel van de beursintroductions uit de ICT-sector komt, willen we onderzoeken in hoeverre de gevonden resultaten worden beïnvloed door deze sector. In model 4 voegen we een indicatorvariabele toe die de waarde een aanneemt als een onderneming uit een ICT-bedrijfstak komt en anders nul is. De positief significante coëfficiënt van de ICT-indicatorvariabele toont aan dat ondernemingen uit de ICT-sector eerder naar de beurs zijn gegaan.

Het is goed mogelijk dat de determinanten van de beursgang van ICT-ondernemingen sterk verschillen van andere ondernemingen. Immers, we vonden al een onverwacht effect van ondernemingsomvang, dat mo-

gelijk door de ICT-ondernemingen wordt verklaard. In de laatste twee modellen van tabel 4 schatten we ons model apart voor de twee groepen, in model 5 voor ICT-ondernemingen en in model 6 voor de andere ondernemingen.

Voor ICT-ondernemingen vinden we dat investeringsuitgaven nog steeds een significant positief effect tonen, maar dat groei insignificant wordt. Dit laatste resultaat kan verklaard worden doordat ook de ICT-ondernemingen die niet naar de beurs gingen relatief snel groeiden. Bij de andere ondernemingen vinden we nog steeds sterk significante positieve effecten voor investeringen en groei.

Winstgevendheid is niet langer significant. Dit resultaat geldt in de beide groepen, ICT-ondernemingen en niet-ICT-ondernemingen. De beschrijvende statistieken in tabel 3 presenteren hier een goede verklaring voor: ICT-ondernemingen zijn winstgeverder dan niet-ICT-ondernemingen onafhankelijk van een beursgang en deze ondernemingen gaan relatief vaker naar de beurs (28 van de 212 observaties voor ICT-ondernemingen versus 23 van de 7330 observaties voor niet-ICT-ondernemingen).

Omvang en leeftijd hebben bij de ICT-ondernemingen het verwachte effect: met name de kleine en jonge ondernemingen wagen de stap naar de beurs. Bij de andere ondernemingen is er geen grootte-effect meer en heeft leeftijd een beperkt negatief effect.

In de set van beursgaande en niet-beursgaande ICT-ondernemingen vinden we geen significant verschil meer voor de ratio boekwaarde/marktwaarde van het eigen vermogen in de bedrijfstak. Kijkend naar de verschillen tussen de groepen is dit – naar analogie met winstgevendheid – geen verrassend effect: de gemiddelde ratio is 0,16 en 0,31 in de ICT-sector en 0,41 en 0,60 bij de andere ondernemingen. De indicator-variabele voor de jaren 1997-1999 is alleen significant in de ICT-set, hetgeen consistent is met de bubbel in deze periode voor ICT-ondernemingen. De Herfindahl-index is alleen significant in de set van niet-ICT-ondernemingen. Concurrentieoverwegingen lijken dus geen rol te hebben gespeeld bij de beursgang van ICT-ondernemingen in de onderzochte periode.

6 Conclusie

In deze studie wordt een empirische analyse beschreven naar de motieven van ondernemingen die in Nederland in de periode 1994-2002 naar de beurs zijn gegaan. Daartoe vergelijken we de beursintroducties met ondernemingen die naar de beurs hadden kunnen gaan, maar ervoor kozen om een private onderneming te blijven. Door de kenmerken van de twee groepen ondernemingen te vergelijken, kunnen uitspraken worden gedaan over structurele verschillen tussen de twee groepen. De gevonden verschillen worden verklaard aan de hand van theorie en bestaande empiri-

sche studies over motieven voor de beursgang.

De periode 1994-2002 in Nederland was een bijzondere periode. In het bijzonder in de jaren net voor het millennium-einde waren de verwachtingen over ICT-ondernemingen hooggespannen. Niet alleen de verspreiding van internet, maar ook mogelijkheden voor handel via internet en de angst voor millenniumbugs, werden gezien als een mogelijke groeimotor voor de sector. In 2000 stortte de markt voor de aandelen in Nederland in en de beursgang van World-Online in het begin van dat jaar is exemplarisch voor deze episode. De beursgang van World-Online was vele malen overtekend en trok veel aandacht van beleggers en media. Maar al snel na de introductie werd duidelijk dat de verwachtingen voor de onderneming niet realistisch waren. Omdat de periode van de ICT-hype in Nederland uitzonderlijk was en ICT-ondernemingen structureel andere kenmerken hebben dan ondernemingen van de “oude” economie, hebben wij deze groepen ondernemingen apart onderzocht.

Wij vinden dat investeringen en groei belangrijke redenen voor een beursgang zijn. Tevens blijkt dat jonge ondernemingen in de door ons onderzochte periode naar de beurs gingen en dat dit met name jonge ICT-ondernemingen waren. Een ander opvallend resultaat is dat ondernemingsgrootte een negatief effect op de beursgang had en dat dit effect sterker is bij ICT-ondernemingen. Dit resultaat contrasteert met eerder onderzoek naar de determinanten van een beursgang. Ook tonen onze resultaten niet aan dat Nederlandse beursgangers in de onderzochte periode naar de beurs gingen om hun schuldpositie te normaliseren, een volgens velen typisch motief van continentaal Europese beursgangers. Tevens vinden we dat opportunistische motieven een belangrijke rol spelen: ondernemingen gingen vooral in de hype-periode in Nederland van 1997-1999 naar de beurs en ook de hoge marktwaarden van ondernemingen uit dezelfde bedrijfstak trokken andere ondernemingen over de streep naar de beurs te gaan. Daarbij is het opvallend dat ICT-ondernemingen vooral in de hype-periode naar de beurs gingen en de andere ondernemingen zich meer lieten leiden door overwaardering in de eigen bedrijfstak. ■

Prof. dr. A. de Jong is hoogleraar bij de vakgroep Finance aan de Rotterdam School of Management, Erasmus University en bij de vakgroep Accounting aan de Rijksuniversiteit Groningen.

Dr. T.A. Marra is universitair docent bij de vakgroep Accounting aan de Rijksuniversiteit Groningen.

Prof. dr. P. Roosenboom is hoogleraar bij de vakgroep Finance aan de Rotterdam School of Management, Erasmus University.

Noten

■ De ICT-ondernemingen in Loughran en Ritter (2004) hebben SIC-codes 3571, 3572, 3575, 3577, 3578 (computer hardware), 3661, 3663, 3669 (communications equipment), 3671, 3672, 3674, 3675, 3677, 3678, 3679 (electronics),

3812 (navigation equipment), 3823, 3825, 3826, 3827, 3829 (measuring and controlling devices), 3841, 3845 (medical instruments), 4812, 4813 (telephone equipment), 4899 (communications services), 7371, 7372, 7373, 7374, 7375,

7378, en 7379 (software). Na het lezen van de prospecti van de beursintroductions hebben wij hieraan toegevoegd code 8742 (management consulting services).

Literatuur

- Bhattacharya, S., & Ritter, J.R. (1983). Innovation and Communication: Signalling with Partial Disclosure. *Review of Economic Studies*, 50, 331-346.
- Bayer, O., & Chemmanur, T.J. (2012). What drives the valuation premium in IPOs versus acquisitions? An empirical analysis. *Journal of Corporate Finance*, 15, 451-475.
- Boehmer, E., & Ljungqvist, A. (2004). On the decision to go public: evidence from privately-held firms. *Working paper*, New York University. Geraadpleegd op <http://ssrn.com/abstract=266993>.
- Brau, J.C., & Fawcett, S. (2006). Initial public offerings: an analysis of theory and practice. *Journal of Finance*, 61, 399-436.
- Campbell, T. (1979). Optimal investment financing decisions and the value of confidentiality. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 14, 913-924.
- Chemmanur, T.J., & Fulghieri, P. (1999). A theory of the going-public decision. *The Review of Financial Studies*, 12, 249-279.
- Chemmanur, T.J., He, S., & Nandy, D. (2010). The going-public decision and the product market. *The Review of Financial Studies*, 23(5), 1855-1908.
- Chod, J., & Lyandres, E. (2011). Strategic IPOs and product market competition. *Journal of Financial Economics*, 100, 45-67.
- Choe, H., Masulis, R.W., & Nanda, V. (1993). Common stock offerings across the business cycle: theory and evidence. *Journal of Empirical Finance*, 1, 3-31.
- De Jong, A. de, Huijgen, C.A., Marra, T.A., & Roosenboom, P. (2012). Why do firms go public? The role of the product market. *Journal of Business, Finance & Accounting*, 39, 165-192.
- Eije, J.H. von, Witte, M.C. de, & Zwaan, A.H. van der (2004). IPO-related organizational change and long-term performance: considerations of Dutch corporate officers. *Managerial Finance*, 30(1), 17-28.
- Eije, J.H. von, Witte, M.C. de, & Zwaan, A.H. van der (2000). De effecten van de beursgang op de organisatie van een onderneming. *Tijdschrift voor Bedrijfsadministratie*, 1235, 334-340.
- Fisher, C. (2000). Why do companies go public? Empirical evidence from Germany's Neuer markt. *Working paper*, Ludwig-Maximilians-Universität München. Geraadpleegd op <http://ssrn.com/abstract=229529>.
- Loughran, T., & Ritter, J. (2004). Why has IPO underpricing changed over time? *Financial Management*, 33, 5-37.
- Lucas, D.J., & McDonald, R.L. (1990). Equity issues and stock price dynamics. *The Journal of Finance*, 45, 1019-1043.
- Maksimovic, V., & Pichler, P. (2001). Technological innovation and initial public offerings. *The Review of Financial Studies*, 14, 459-494.
- Marra, T.A., & Suijs, J. (2004). Going public and the influence of disclosure environments. *Review of Accounting Studies*, 9, 465-493.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate income taxes and cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53, 433-443.
- Myers, S.C., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 3, 27-64.
- Ritter, J.R. (1987). The costs of going public. *Journal of Financial Economics*, 19, 269-281.
- Ritter, J.R., & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *The Journal of Finance*, 57, 1795-1828.
- Rosen, R.J., Smart, S.B., & Zutter, C.J. (2005). Why do firms go public? Evidence from the banking industry. *Working paper*, Federal Reserve Bank of Chicago. Geraadpleegd op <http://ssrn.com/abstract=686473>.
- Rydqvist, K., & Högholm, K. (1995). Going public in the 1980s: evidence from Sweden. *European Financial Management*, 1, 287-315.
- Subrahmanyam, A., & Titman, S. (1999). The going-public decision and the development of financial markets. *The Journal of Finance*, 54, 1045-1082.